

**Devoirs et responsabilités des administrateurs d'entreprises  
d'investissement : les récentes précisions de la *Securities and Exchange  
Commission***

Ivan TCHOTOURIAN  
Maître de conférences (Université de Nantes)  
Chercheur associé à la Chaire en droit des affaires et du commerce international  
(Université de Montréal)  
Ancien titulaire de la Bourse de recherche Lavoisier (EGIDE)  
[tchout@yahoo.com](mailto:tchout@yahoo.com)

La *Securities and Exchange Commission* a proposé au cours de l'été 2008 un guide permettant aux conseils d'administration des entreprises d'investissement d'appréhender plus complètement les devoirs qui s'imposent à eux dans la gestion – dans le meilleur intérêt des investisseurs – de leurs sociétés. Bien que n'entraînant pas de contraintes nouvelles, cette position de l'autorité boursière américaine rappelle non seulement les multiples obligations qui pèsent sur les administrateurs dans leur contrôle des conseillers en investissements, notamment en matière de « *best execution* » et de « *soft dollars* », mais encore que ce sont (encore et toujours) les conflits d'intérêts qui demeurent au centre des préoccupations.

Mots-clés : *Securities and Exchange Commission*, Guide, PSI, responsabilité du conseil d'administration, conseiller en investissements, conflit d'intérêts, meilleure exécution, *soft dollars*, rémunération

La *Securities and Exchange Commission* (SEC) a proposé le 30 juillet 2008 un guide<sup>1</sup> destiné aux administrateurs des entreprises d'investissement détaillant leur responsabilité dans la surveillance des transactions concernant leur portefeuille de titres<sup>2</sup>. Ce document constitue un instrument facilitant la perception de la fonction du conseil d'administration des entreprises

---

<sup>1</sup> Les expressions d'« *investment company* » et de « *investment adviser* » usitées par la SEC dans son texte ont été traduites par « *entreprises d'investissement* » pour la première et « *conseiller en investissement* » pour la seconde.

<sup>2</sup> *Securities and Exchange Commission*, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », 17 CFR Part 275, [Release Nos. 34-58264 ; IC-28345 ; IA-2763 File No. S7-22-08], 30 juillet 2008, <http://www.sec.gov/rules/proposed/2008/34-58264.pdf>.

d'investissement dans le domaine de l'obtention du meilleur résultat possible (« *best execution* »), du contrôle des éventuels accords de paiement indirect consentis par les conseillers en investissements au moyen des commissions de courtage (« *soft dollars* ») et de la gestion des conflits d'intérêts potentiels dont ces conseillers sont porteurs au détriment de leurs entreprises<sup>3</sup>.

Bien que n'imposant pas d'obligations nouvelles à la charge des administrateurs des entreprises d'investissement<sup>4</sup>, ce guide émanant de l'autorité boursière américaine est intéressant à présenter. En premier lieu, il contribue à enrichir la réflexion menée sur la gouvernance des entreprises d'investissement<sup>5</sup> en apportant de précieux enseignements sur la surveillance qui est exercée sur les titulaires de l'autorité décisionnelle que sont les conseillers en investissements et ce, afin qu'ils utilisent cette dernière dans l'intérêt de l'organisation qui les emploie<sup>6</sup>. En deuxième lieu, la position de la SEC porte sur une thématique – celle des prestataires de services d'investissement – qui ne cesse d'occuper une place grandissante dans les discussions relatives aux marchés financiers<sup>7</sup> et qui fait l'objet d'évolutions constantes au plan international. Sur ce dernier point, il suffit de prendre en exemple les changements récemment intervenus dans les paysages juridiques canadiens<sup>8</sup> ou européens<sup>9</sup>. En France, le

---

<sup>3</sup> La SEC considère que les investisseurs et les conseillers en investissements ont des intérêts similaires qui ne sont pas en conflit. En effet, tous deux cherchent à minimiser les coûts de transaction liés au commerce du portefeuille d'actions, puisque la performance de l'investissement en dépend (SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.* p.4, note 5).

<sup>4</sup> L'autorité financière nord-américaine précise en effet que « [our] proposed guidance would not impose any new or additional requirements » (SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.* p.6).

<sup>5</sup> A titre d'illustration, au niveau canadien, l'amélioration de la gouvernance des sociétés de gestion est au cœur des débats animant le droit des valeurs mobilières. Le rapport *Stromberg* de 1995 a ainsi souligné le besoin de réponse et d'éclaircissements sur le thème de la gouvernance de telles structures (G. Stromberg, « Regulatory Strategies for the Mid-90s : Recommendations for Regulating Investment Funds in Canada », Toronto : Ontario Securities Commission, 1995, *spéc.* 143 et s.).

<sup>6</sup> Sur cette fonction de la gouvernance : G. Charreaux (dir.), « Le gouvernement des entreprises – théories et faits », Economica, 1997.

<sup>7</sup> L. E. Mitchell, « The Speculation Economy : How Finance Triumphed Over Industry », Berrett-Koehler Publishers, 2008. La situation française démontre le développement des entreprises d'investissement et des autres prestataires de services d'investissement (PSI). Outre la place non négligeable occupée par les PSI « classiques » (AMF, « La gestion d'actifs pour le compte de tiers en 2007 », 14 novembre 2008, [http://www.amf-france.org/documents/general/8570\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8570_1.pdf)), celle tenue à l'heure actuelle par la multigestion alternative a été soulignée par l'AMF en 2007 (AMF, « Rapport sur l'évaluation du cadre de régulation de la multigestion alternative en France et les voies envisageables de son amélioration », Groupe de travail présidé par P. Adhémar, 18 septembre 2007, [http://www.amf-france.org/documents/general/7924\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/7924_1.pdf)).

<sup>8</sup> Le Canada témoigne depuis le milieu des années 1990 d'une préoccupation croissante concernant les entreprises d'investissement tels que les fonds d'investissement (S. I. Erlichman, « Making it Mutual : Aligning the Interest of Investors and Managers », Recommendations for a Mutual Fund Governance Regime, Prepared for the Canadian Securities Administrators, 2000 ; G. Stromberg, *op. cit.*). De plus, le droit canadien des valeurs mobilières a donné lieu ces dernières années à l'édiction de textes afin de gérer efficacement les conflits d'intérêts dans lesquels se trouvent les conseillers en investissements (M. R. Gillen, « Securities Regulation in

dispositif juridique est caractérisé, depuis les années 1990, par un net souci de réglementer le comportement des acteurs du marché dont font partie les prestataires de services d'investissement<sup>10</sup>. En ce sens, la transposition de la directive MIF, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2007, a entraîné la refonte du livre III du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), l'introduction de nouvelles exigences organisationnelles pour les prestataires des services d'investissement ainsi que de nouvelles règles de conduite<sup>11</sup>. L'AMF a également mis en place le mécanisme de la commission de courtage à facturation partagée. Ce mécanisme rend possible une gestion plus transparente des frais d'intermédiation en distinguant dans la commission de courtage, d'une part, la rémunération du service d'exécution d'ordres et, d'autre part, la rémunération du service d'analyse<sup>12</sup>.

---

Canada », Carswell, 1998, *spéc.* p.444 et s. Dans la province du Québec, a été mis en place le *Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*, <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/33-105fr.pdf> et de l'*Instruction générale relative au Règlement 33-105 sur les conflits d'intérêts chez les placeurs*, <http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/33-105IGfr.pdf> et d'encadrer le paiement des services d'exécution d'ordres et de recherches au moyen des courtages (ont été adoptés dans la province du Québec le *Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)*, [http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/23-102fr\\_cons.pdf](http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/23-102fr_cons.pdf) et l'*Instruction générale relative au Règlement 23-102 sur le paiement des services d'exécution d'ordres et de la recherche au moyen des courtages (accords de paiement indirect au moyen des courtages)*, [http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/23-102IGfr\\_cons.pdf](http://www.lautorite.qc.ca/userfiles/File/reglementation/valeurs-mobilieres/Normes/23-102IGfr_cons.pdf) qui ont abrogé l'*Instruction générale Q-20 – L'emploi du courtage sur les titres gérés*).

<sup>9</sup> Malgré l'absence de responsabilité civile clairement énoncée, l'Europe a consacré ces derniers temps un corps de règles coercitives concernant les services d'investissement (J. Kopt, « Modern Company and Capital Market Problems : Improving European Corporate Governance after Enron », in *After Enron : Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and US*, J. Armour and J. A. Mc Cahery (dir.), Hart Publishing, 2006, p.445, *spéc.* p.477).

<sup>10</sup> A. Couret et H. Le Nabsque, « Droit financier », Dalloz, 2008, *spéc.* p.20 et s., n°22 et s.

<sup>11</sup> AMF, « Règlement général de l'AMF », 2008 ; AMF, « Questions/Réponses sur différents éléments d'application des textes transposant la MIF », 4 juillet 2008, [http://www.amf-france.org/documents/general/8013\\_1.pdf](http://www.amf-france.org/documents/general/8013_1.pdf). A propos de la surveillance des entreprises d'investissement, les règles d'organisation des prestataires de services d'investissement du Livre III du Règlement de l'AMF indiquent que l'instance de surveillance est le conseil d'administration (article 313-5). L'article 313-6 du Règlement général de l'AMF relève que le conseil d'administration doit s'assurer que le prestataire de services d'investissement se conforme à ses obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier. En particulier, le conseil d'administration évalue et examine périodiquement l'efficacité des politiques, dispositifs et procédures mis en place par le prestataire pour se conformer à ses obligations professionnelles et prend les mesures appropriées pour remédier aux éventuelles défaillances. De plus, l'article 313-7 du Règlement général de l'AMF donne les moyens au conseil d'administration d'exercer son contrôle en mentionnant que le prestataire de services d'investissement veille à ce qu'il reçoive de manière régulière des rapports écrits sur la conformité, le contrôle des risques et le contrôle périodique indiquant en particulier si des mesures appropriées ont été prises en cas de défaillances.

<sup>12</sup> Au Royaume-Uni, la *Financial Services Authority* (FSA) a publié l'instruction PS 05/9 le 22 juin 2005 pour réglementer la pratique des commissions payées par les clients (FSA, « Policy Statement 05/9, Bundled Brokerage and Soft Commission Arrangements: Feedback on CP 05/5 and Final Rules », juillet 2005). Ces règles, qui ne s'appliquent qu'aux opérations sur titres de participation et non aux opérations sur titres à revenu fixe, décrivent les produits et services d'« *exécution* » et de « *recherche* » qu'il est possible de payer au moyen des courtages. Elles précisent les services « *non autorisés* » que les gestionnaires de portefeuille doivent payer eux-mêmes. L'instruction indique que certains produits et services peuvent être autorisés ou non, selon l'utilisation que les gestionnaires de portefeuille en font. En outre, ces règles finales de la FSA établissent certaines obligations d'information générales et prévoient que la FSA tient compte de la mesure dans laquelle les

Avant de détailler le contenu et les implications de cette prise de position de la SEC (II), cette dernière offre l'opportunité de présenter le dispositif réglementaire entourant la fonction d'administrateur d'entreprises d'investissement (I).

## **I – Devoirs et responsabilités des administrateurs américains des entreprises d'investissement : état des lieux**

Dans la mesure où les entreprises d'investissement sont constituées aux Etats-Unis sous la forme soit de société, soit de *trust*, soit de *partnership*<sup>13</sup>, leurs administrateurs sont tenus d'un devoir de prudence et de diligence et d'un devoir de loyauté<sup>14</sup>. Ces standards de conduite résultent des règles fiduciaires de *common law* et de la réglementation des différents Etats américains (A). A titre d'illustration, la législation récemment modifiée de droit des sociétés de l'Etat du *Maryland* requiert des administrateurs d'accomplir leurs devoirs « (1) *In good faith* ; (2) *In a manner he reasonably believes to be in the best interests of the corporation* ; and (3) *With the care that an ordinarily prudent person in a like position would use under similar circumstances* »<sup>15</sup>. En parallèle, les administrateurs des entreprises d'investissement sont tenus des obligations résultant de l'*Investment Company Act* de 1940 (15 U.S.C. 80a) (B).

### **A) Devoirs fiduciaires de la *common law***

Les devoirs fiduciaires de la *common law* ont pour objet d'assurer la responsabilisation des administrateurs investis de l'autorité décisionnelle. En plus d'établir un objectif général devant guider ces derniers dans leur prise de décision, ces devoirs énoncent des normes de conduite favorisant la qualité et l'intégrité de la gestion. Les devoirs fiduciaires sont de deux sortes : un devoir de prudence et de diligence (« *duty of care* ») et un devoir de loyauté (« *duty*

---

gestionnaires de portefeuille adhèrent aux normes d'information élaborées par le secteur, comme celles de l'*Investment Management Association*.

<sup>13</sup> A. J. Warburton, « Should Mutual Funds Be Corporations : A Legal & Econometric Analysis », *Iowa Journal of Corporation Law*, 2008, Vol. 33, p.745, spéc. p.748 et s.

<sup>14</sup> Voir le document suivant de la SEC : SEC, « Role of Independent Directors of Investment Companies », *Investment Company Act Release Act No. 24082*, 14 octobre 1999 [64 FR 59826, 3 novembre 1999] qui énonce : « *Mutual fund are formed as corporations and business trusts under the state law and, like other corporations and trusts, must be operated for the benefit of their shareholders (...)* Under state law, **directors are generally responsible for the oversight of all the operation of a mutual funds** ».

<sup>15</sup> *Code of Maryland, Corporations and Associations*, § 2-405.1(a).

of loyalty »). Ainsi que le rappelle divers textes<sup>16</sup> et décisions judiciaires<sup>17</sup>, les administrateurs des entreprises d'investissement ne sauraient faire exception à ces devoirs fiduciaires et doivent, à ce titre, contrôler les pratiques de leurs conseillers en investissements. De puis 1981, la SEC fait déjà peser sur les administrateurs des sociétés d'investissement un devoir fiduciaire de vérifier les pratiques de courtage de leur entreprise<sup>18</sup>.

En premier lieu, le devoir de prudence et de diligence signifie que les administrateurs des entreprises d'investissement doivent agir avec le soin, la prudence et la diligence dont ferait preuve, en pareilles circonstances, une personne prudente<sup>19</sup>. Cette obligation établit le degré d'attention et de considération que doit respecter un administrateur, notamment dans le domaine de l'investissement. Ce devoir comporte l'obligation de se renseigner adéquatement relativement à la décision à prendre. Le développement de l'obligation de se renseigner doit beaucoup à la décision *Smith v. Van Gorkom* rendue par la Cour suprême du *Delaware* au milieu des années 1980<sup>20</sup>. Dans cette affaire concernant un projet de fusion entre deux sociétés, les administrateurs d'une des sociétés ont été condamnés pour avoir fait preuve de négligence grossière en ne s'acquittant pas de leur devoir de se renseigner sur les divers aspects de l'opération envisagée. Pour respecter un tel devoir, l'administrateur d'une entreprise d'investissement doit s'appuyer sur les renseignements obtenus auprès des dirigeants, des auditeurs, des conseillers et d'autres experts ou encore, des comités du conseil d'administration, à condition que l'administrateur ait une croyance raisonnable en la sincérité

---

<sup>16</sup> Voir également : SEC, « Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers », *Advisers Act Release No. 2204*, 17 décembre 2003 [68 FR 74714, 24 décembre 2003] (sur la base de ce texte, le conseil d'administration d'une entreprise d'investissement doit approuver les politiques et les procédures des entreprises auxquelles celle-ci fait appel, cette approbation étant basée sur la conclusion par le conseil d'administration que ces politiques et procédures permettent raisonnablement de prévenir la violation de la réglementation des valeurs mobilières par les entreprises employées).

<sup>17</sup> Deux décisions de justice américaines sont intéressantes sur ce point. Dans *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.* (*SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, spéc. 190 (1963)), les juges notent que « [the] Investment Advisers Act of 1940 thus reflects a congressional **recognition “of the delicate fiduciary nature of an investment advisory relationship (...)**” ». Par la suite, les magistrats ont été amenés à préciser que l'histoire législative du *Advisers Act* ne laissait aucun doute sur le fait que le Congrès souhaitait imposer une obligation fiduciaire aux conseillers en investissements (*Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, 444 U.S. 11, spéc. 17 (1979)).

<sup>18</sup> SEC, « Order Approving Proposed Rule Change and Related Interpretation under Section 36 of the Investment Company Act », *Investment Company Act Release No. 11662*, 4 mars 1981 [46 FR 16012, 10 mars 1981]. Voir également en jurisprudence : *Lutz v. Boas*, 39 Del. Ch. 585, 171 A.2d 381 (1961). Sur ce point, M. Frankel note que : « [the] directors should examine the adviser's practices in placing portfolio transactions with broker dealers and the use of the brokerage business for the benefit of the adviser or its affiliates, and ensure that there are **no violations (...) of the law** » (T. Frankel, « Regulation of Money Managers », Aspen Publishers Inc., 1978, spéc. p.67).

<sup>19</sup> *Model Business Corporation Act*, § 8.30(b) (éd. 2002) ; *Code of Maryland, Corporations and Associations*, § 2-405.1(a)(3).

<sup>20</sup> *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

et l'exactitude de ces renseignements. Toutefois, la décision *Graham v. Chalmers Manufacturing Co.*<sup>21</sup> relève qu'un administrateur peut s'appuyer sur les résumés, rapports ou enregistrements à condition qu'il n'ait pas fait reposer indûment sa confiance sur un employé qui est d'évidence indigne de confiance, qu'il n'ait pas refusé ou négligé de façon cavalière d'accomplir ses devoirs d'administrateurs ou qu'il n'ait pas ignoré de manière inattentive ou délibérée un danger évident signe d'un comportement douteux d'un employé<sup>22</sup>. Finalement, l'administrateur doit s'assurer non seulement que la personne qui lui fournit le rapport ou l'opinion a la compétence et l'expertise et fournit un fondement solide pour prendre une décision, mais encore que le rapport ou l'opinion est en relation avec la position qui doit être adoptée<sup>23</sup>. Enfin, la consultation d'un dirigeant, d'un auditeur ou de tout autre expert n'exonère pas l'administrateur de suivre un processus décisionnel prudent et diligent.

En second lieu, le devoir de loyauté impose aux administrateurs des entreprises d'investissement d'agir dans le meilleur intérêt de leur entreprise ou de celui de leurs actionnaires<sup>24</sup>. Cette obligation impose aux administrateurs d'éviter les situations de conflits d'intérêts avec leurs sociétés ou les actionnaires de leurs sociétés, de ne pas faire passer leurs intérêts personnels avant ceux de leurs sociétés ou des actionnaires de leurs sociétés, et de ne pas tirer profit de leur position de fiduciaires. Dans l'affaire ancienne *Guth v. Loft, Inc.* les juges de l'Etat du *Delaware* ont relevé que les dirigeants et les administrateurs d'une société ne devaient pas se servir la situation dans laquelle ils se trouvaient pour poursuivre leur intérêt personnel<sup>25</sup>. A propos du devoir de loyauté, le guide américain des administrateurs de fonds d'investissement confirme que les administrateurs ne doivent pas utiliser leur position pour leur profit, gain ou autre avantage personnel<sup>26</sup>.

### **B) Devoirs résultant de l'*Investment Company Act***

---

<sup>21</sup> *Graham v. Chalmers Manufacturing Co.* 188 A.2d 125, spéc.130 (1963).

<sup>22</sup> L'arrêt de 1963 relève en effet les circonstances suivantes : « (...) *recklessly reposed confidence in an obviously untrustworthy employee, (...) refused or neglected cavalierly to perform his duty as a director, or (...) ignored either willfully or through inattention obvious danger signs of employee wrongdoing* ».

<sup>23</sup> *Smith v. Van Gorkom*, préc., 875.

<sup>24</sup> *Strougo v. Scudder, Stevens and Clark, Inc.*, 964 F. supp., 783, spéc. 801 (S.D.N.Y. 1997).

<sup>25</sup> *Guth v. Loft, Inc.*, 5 A. 2d 503, spéc. 510 (Del. Ch. 1939) : « (...) *corporate officers and directors are not permitted to use their position of trust and confidence to further their private interest* ». L'arrêt *Pepper v. Litton* s'exprime de manière identique en notant qu'un administrateur a un devoir fiduciaire en vertu duquel il ne peut « (...) *serve himself first and his cestuis second* » (*Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295, spéc. 310 et s. (1939)).

<sup>26</sup> « *Fund Director's Guidebook* », Federal Regulation of Securities Committee, American Bar Association Section of Business Law, 1998.

Dans le cadre des entreprises d'investissement, la direction est essentiellement externe et confiée à un conseiller en investissements. Or, cette externalisation de la gestion n'est pas sans risques, comme l'ont précisé par le passé le législateur américain<sup>27</sup> et la doctrine<sup>28</sup>. En effet, dans la mesure où un conseiller en investissements gère plusieurs fonds d'investissement, celui-ci a de fortes probabilités de se trouver en conflit d'intérêts et d'agir à l'encontre de certaines sociétés dont il a la gestion<sup>29</sup>. Le risque d'un tel comportement est alors de faire peser à la charge des entreprises d'investissement des coûts de transaction anormalement élevés, notamment, au titre des services de recherche qu'ils demandent. Pour protéger les actionnaires face à de telles situations, il revient alors au conseil d'administration des entreprises d'investissement de veiller aux opérations de placement réalisées par cette dernière. Ainsi que le précise la SEC dans son document de juillet 2008, le conseil d'administration est sans doute le mieux placé pour s'assurer que le conseiller en investissements agit dans le meilleur intérêt de leur société<sup>30</sup>.

Plusieurs affirmations des autorités réglementaires sont venues souligner le rôle essentiel que le conseil d'administration est amené à endosser. Le Sénat américain a relevé dès 1969 que les administrateurs des entreprises d'investissement étaient tenus, de la même manière que tout administrateur, de devoirs fiduciaires qui leur imposaient la surveillance de l'ensemble des affaires de leur société<sup>31</sup>. Par la suite, l'autorité boursière américaine a indiqué, de manière générale, qu'il était de l'autorité des administrateurs de fonds d'investissement de superviser l'ensemble des opérations menées par leurs fonds, opérations dont font partie les placements effectués en recourant à un conseiller en investissements<sup>32</sup>. Enfin, l'*Investment Company Act* impose qu'au moins 40 % du conseil d'administration d'une entreprise

<sup>27</sup> SEC, « Report on Investment Trusts and Investment Companies », H. R. Doc. No. 76-279, Part III (1939).

<sup>28</sup> J. F. Kruspsky, « The Role of Investment Company Directors », *Business Lawyer*, 1977, Vol. 32, p.1733 ; W. J. Nutt, « A Study of Mutual Fund Independent Directors », *University Pennsylvania Law Review*, 1971, Vol. 120, p.179.

<sup>29</sup> Une des manifestations du conflit d'intérêts entre les entreprises d'investissement et les conseillers en investissements concerne le montant des coûts de transactions que doivent supporter les premières lorsqu'elles vendent ou achètent des actions. De nature diverse (commissions, coûts d'opportunité, coûts d'impact du marché) et d'un montant substantiel (selon étude récente, ces coûts sont en moyenne 20 % plus élevés que les autres dépenses : R. M. Edelen, R. Evans and G. Kadlec, « Scale Effects in Mutual Fund Performance : The Role of Trading Costs », *Working Paper*, 17 mars 2007, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=951367](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=951367)), ces coûts peuvent être mis à la charge des entreprises d'investissement sans aucune justification.

<sup>30</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *spéc.* p.12.

<sup>31</sup> « *The directors of a mutual fund, like directors of any other corporation will continue to have (...) overall fiduciary duties as directors for the supervision of all of the affairs of the fund* » (Senate Report No. 91-184, 1969 (réimprimé en 1970 U.S.S.C.A.N.), *spéc.* p.4902 et s.).

<sup>32</sup> « Role of Independent Directors of Investment Companies », *préc.*

d'investissement soit composé d'administrateurs indépendants<sup>33</sup> afin que ce conseil soit en mesure de jouer pleinement un rôle d'« *independent watchdogs* »<sup>34</sup> et d'avoir la capacité de gérer les conflits d'intérêts.

La jurisprudence encadre également ce devoir de surveillance des administrateurs. Ainsi, l'arrêt *Tannenbaum v. Zeller* est venu préciser que les administrateurs d'une entreprise d'investissement devaient surveiller la manière dont un conseiller gérait le conflit d'intérêts face auquel il se trouvait et ce, afin de s'assurer que les investissements financiers réalisés par celui-ci étaient dans le meilleur intérêt des actionnaires de la société de gestion<sup>35</sup>. Par ailleurs, il ne doit pas être oublié que les juges américains – ainsi que l'illustre la décision *Strougo v. Scudder, Stevens and Clark, Inc.* de 1997<sup>36</sup> – autorisent les actionnaires de entreprises d'investissement, sur le fondement de l'article 36(a) de l'*Investment Company Act*, à mettre en jeu la responsabilité d'un administrateur indépendant si ce dernier ne respecte pas ses devoirs fiduciaires.

## **II – Proposition de la *Securities and Exchange Commission* : la meilleure exécution (« *best execution* ») et les accords de paiement indirect au moyen des courtages (« *soft dollars* ») au centre de l'intervention de l'autorité financière américaine**

Le guide de la SEC fournit les différents types d'informations que le conseil d'administration d'une entreprise d'investissement doit rechercher pour évaluer, de manière satisfaisante, le comportement de leurs conseillers en investissements dans deux hypothèses : la passation des ordres (passation qui doit être caractérisée par une « *best execution* ») (A) et l'utilisation à bon escient des accords de paiement indirect conclus avec les courtiers (utilisation du « *soft dollars* »<sup>37</sup> qui doit être fait dans le meilleur intérêt de la société d'investissement) (B)<sup>38</sup>.

---

<sup>33</sup> 15 U.S.C. 80a-10(a) (législation ayant remplacé l'*Investment Company Act of 1940*).

<sup>34</sup> Voir *Burks v. Lasker*, 441 U.S. 471, spéc. 484 et s. (1979) : « *Congress' purpose in structuring the Act as it did is clear (...) it was designed to place the unaffiliated directors in the role of « independent watchdogs »* ».

<sup>35</sup> *Tannenbaum v. Zeller*, 552 F. 2d 402, spéc. 406 (2d Cir. 1977).

<sup>36</sup> *Strougo v. Scudder, Stevens and Clark, Inc.*, préc.

<sup>37</sup> Cette expression peut être traduite comme les accords de paiement indirect visant à se servir des commissions de courtage pour payer des produits ou services liés à la négociation de titres (SEC, « *Inspection Report on the Soft Dollar Practices of Broker-Dealers, Investment Advisers and Mutual Funds* », *Office of Compliance, Inspections and Examinations*, septembre 1998). Pour plus de détails : G. T. Lins and T. P. Lemke, « *Soft Dollars and Other Brokerage Arrangements* », Thomson Reuters, 2008-2009.

<sup>38</sup> Ce guide de la SEC vient enrichir le paysage réglementaire dans la mesure où l'autorité financière américaine a eu l'occasion d'imposer par le passé aux administrateurs la gestion des conflits d'intérêts dans des situations dans lesquelles les transactions auraient été interdites à défaut (article 10f-3(c)(10) de l'*Investment Company Act* [17 CFR 270.10f(c)(10)], article 17a-7(e) *Investment Company Act* [17 CFR 270.17a-7(e)], article 17a-8(a) de



Enfin, la SEC apporte des éclaircissements sur le rôle du conseil d'administration en matière de rémunération des conseillers en investissements (C).

### **A) Surveillance par le conseil d'administration de la « best execution »**

En vertu de la réglementation américaine existante<sup>39</sup>, les conseillers en investissements doivent rechercher la meilleure exécution des transactions qu'ils réalisent pour le compte des entreprises d'investissement. Cela implique qu'un conseiller procède à l'exécution des transactions pour son client de telle manière que le coût total ou les recettes de chaque opération lui soit le plus favorable<sup>40</sup>. Ainsi, un conseiller doit aller au-delà de la simple considération du tarif des commissions et de la différence entre le prix offert et le prix demandé des titres et tenir compte de la variété et de l'éventail des services offerts par un courtier au moment de son placement<sup>41</sup>. Parmi ces services, figurent la valeur des recherches fournies, la capacité d'exécution, les responsabilités financières et la réceptivité à l'égard du conseiller en investissements<sup>42</sup>. Les administrateurs des fonds d'investissement doivent également apprécier les décisions des conseillers en investissements faisant appel à des systèmes alternatifs de « *trading* » des actions<sup>43</sup>. Bien que certains de ces systèmes entraînent des coûts d'exécution potentiellement moins élevés<sup>44</sup>, les administrateurs doivent être conscients qu'ils peuvent receler de sérieuses difficultés<sup>45</sup>.

---

l'*Investment Company Act* [17 CFR 270.17a-8(a)] et article 17e-1(b) de l'*Investment Company Act* [17 CFR 270.17e-1(b)] et a défini des cas où le caractère ingérable des conflits d'intérêts rend toute activité de conseil prohibée (SEC, « Prohibition on the Use of Brokerage Commissions to Finance Distribution », *Investment Company Act Release No. 26591*, 2 septembre 2004 [69 FR 54728, 9 septembre 2004]).

<sup>39</sup> SEC, « Interpretive Release Concerning the Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and Related Matters », *Exchange Act Release No. 23170*, 23 avril 1986 [51 FR 16004, 30 avril 1986]. Pour des décisions de justice : *Delaware Management Company, Inc.*, 43 S.E.C. 392 (1967) ; *Hughes v. SEC*, 174 F.2d 969 (D.C. Circ. 1949).

<sup>40</sup> SEC, « Interpretive Release Concerning the Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and Related Matters », *préc.*

<sup>41</sup> *Ibid.*

<sup>42</sup> *Ibid.*

<sup>43</sup> Un de ces systèmes est dénommé « *dark pools* » et renvoie aux marchés qui exécutent les échanges sans afficher la cotation des actions aux autres participants (E. Cripps, « Shedding Light on the Dark Liquidity Pools », *FTMandate*, mai 2007, [http://www.ftmandate.com/news/printage.php/aid/1442/Shedding\\_light\\_on\\_the\\_dark\\_liquidity\\_pools.html](http://www.ftmandate.com/news/printage.php/aid/1442/Shedding_light_on_the_dark_liquidity_pools.html)).

Alors que ce système représente à l'heure actuelle 7 à 10 % des volumes d'échanges aux Etats-Unis, ce pourcentage est en augmentation constante (D. Bogoslaw, « Big Traders Dive Into Dark Pools », *Business Week*, 3 octobre 2007, [http://www.businessweek.com/investor/content/oct2007/pi2007102\\_394204.htm](http://www.businessweek.com/investor/content/oct2007/pi2007102_394204.htm)).

<sup>44</sup> J. Conrad, K. Johnson and S. Wahal, « Institutional Trading and Alternative Trading Systems », *Journal of Financial Economy*, 2007, Vol. 70, p.99.

<sup>45</sup> A titre d'illustration, la SEC indique que lorsqu'une entreprise d'investissement a investi dans des sociétés dont la majorité des titres ne sont pas liquides, les conseillers en investissements doivent faire appel à des courtiers qui ont une expérience et une expertise particulières en la matière, ce qui occasionne des coûts non

Par ailleurs, les conseillers en investissements doivent, dans leur gestion du portefeuille d'actions des sociétés d'investissement, minimiser le montant des coûts de transaction supporté par ces dernières<sup>46</sup>. Ces coûts de transaction se composent tant des coûts directement mesurables tels les commissions de courtage, les frais d'échanges ou les taxes, que des coûts implicites plus difficilement quantifiables tels que la différence du prix offert et du prix demandé pour des actions, le prix d'impact de placement d'ordres ou le prix lié à la perte d'une opportunité d'échanger une action.

Afin de s'assurer que ce double objectif est respecté par les conseillers en investissements, les administrateurs doivent rechercher des données pertinentes leur permettant d'évaluer les procédures usitées par ces conseillers. Dans sa proposition, la SEC fournit ainsi un ensemble d'informations que les administrateurs doivent réunir tout en reconnaissant, cependant, que les administrateurs n'ont pas à contrôler chaque transaction individuellement<sup>47</sup>. Si la prise en compte de tels ou tels éléments d'appréciation variera suivant chaque société<sup>48</sup>, l'autorité boursière américaine préconise aux administrateurs de requérir les éléments suivants<sup>49</sup> : l'identification du courtier auquel le conseiller a alloué les fonds de « *trading* » et de courtage ; le montant des commissions, la différence entre le prix offert pour les titres et le prix demandé, la somme totale des commissions de courtages et la valeur des actions transférées qui sont allouées à chaque courtier durant une période particulière ; le rythme de changement du portefeuille de titres ; la procédure ayant conduit à la décision d'échange et à la sélection du courtier ; les moyens par lesquels le conseiller en investissements détermine et évalue la qualité de l'exécution et la manière dont il apprécie l'affectation de la meilleure exécution par les systèmes alternatifs de « *trading* » ; la détermination du responsable de la négociation des frais de commissions et leur fixation au vu d'une étude comparative ; l'évaluation de la qualité des échanges qui n'inclut pas de paiement pour des recherches ou des services additionnels ; la mesure des performances des conseillers en investissements et des courtiers ; le contrôle exercé par les conseillers en investissements sur les personnes auxquelles ils font

---

négligeables (SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.16, note 47).

<sup>46</sup> SEC, « Interpretive Release Concerning the Scope of Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 and Related Matters », *préc.*

<sup>47</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.5.

<sup>48</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.19.

<sup>49</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.17 et s.

appel ; la conduite des « *trades* » avec les sociétés affiliées<sup>50</sup> ; le processus utilisé concernant les titres à revenus fixes et les coûts de transaction associés à ces titres et à la supervision de la conduite du commerce des titres mené sur un plan international. Enfin, la SEC rappelle que les administrateurs doivent être particulièrement vigilants sur les pratiques et les procédures utilisées par les conseillers en investissements. En plus de les apprécier complètement<sup>51</sup>, cet examen doit consister en une étude sur leurs caractères raisonnable, adéquat et efficace au regard de l'objectif de prévention des violations de la loi sur les valeurs mobilières<sup>52</sup>. La transmission de l'ensemble de ces données aux administrateurs de l'entreprise d'investissement leur permet de comprendre et de surveiller, de manière pertinente, les activités des conseillers en investissements, ce qui leur permet d'échapper à une mise en jeu éventuelle de leur responsabilité.

### **B) Surveillance par le conseil d'administration du « *soft dollars* »**

Dans le cadre de la gestion du portefeuille de titres de ses clients, un conseiller en investissements peut utiliser la commission de courtage versée à l'entreprise d'investissement par le(s) client(s). En plus de financer la transaction des titres ou l'exécution de certaines opérations liées à l'exécution des ordres, la commission de courtage peut également servir à payer des produits ou services liés à la négociation de titres (conseils, recherches, outils d'analyse). Si pendant un temps les seuls services qu'une entreprise d'investissement pouvait payer au moyen des courtages étaient ceux en rapport avec la prise de décision d'investissement et l'exécution d'ordres, pour autant qu'ils ne profitaient pas au gérant mais à ses bénéficiaires, d'autres services ou produits (tels ceux liés à la négociation de titres) peuvent aujourd'hui être fournis directement par un courtier ou par un tiers. En d'autres termes, une partie de la commission de courtage peut permettre au conseiller en investissements de mener des recherches ou, de faire appel à des services de recherche, à condition de respecter l'article 28(e) de l'*Exchange Act*. Cette recherche est produite soit par

---

<sup>50</sup> Une société affiliée est une société possédée à moins de 50 %.

<sup>51</sup> Voir 17 CFR 270.38a-1(a)(4)(iii) (l'entreprise d'investissement doit désigner un responsable de la conformité qui « (...) *no less than annually, provide a written report to the board that, at a minimum, addresses* » parmi d'autres choses « *[t]he operation of the policies and procedures of the fund and each investment adviser (...)* »).

<sup>52</sup> Il en est ainsi lorsque, par exemple, un conseiller en investissements recherche l'approbation du conseil d'administration de la société. La réglementation américaine impose que chaque société « *[o]btain the approval of the fund's board of directors (...) of the fund's policies and procedures and those of each investment adviser (...) which approval must be based on a finding by the board that the policies and procedures are reasonably designed to prevent violation of the Federal Securities Laws by the fund, and by each investment adviser (...)* » et que « (...) *review, no less frequently than annually, the adequacy of the policies and procedures of the fund and of each investment adviser (...)* » (17 CFR 270.38a-1(a)(2)-(3)).

le courtier-opérateur (ou une personne affiliée) qui effectue la transaction – « *proprietary research* » –, soit par une personne autre que le courtier exécutant<sup>53</sup> – « *third-party research* » –. En outre, le conseiller en investissements peut utiliser cette commission pour d'autres fins comme, par exemple, le paiement de services utilisés par l'entreprise d'investissement au travers d'une convention de remboursement conclue avec un courtier-opérateur<sup>54</sup>.

Les dispositions actuelles sur ces biens et services que les conseillers en investissements peuvent obtenir auprès des courtiers ou, par leur entremise, en les payant au moyen des commissions de courtage (« *soft dollars* ») soulèvent toutefois des difficultés. Parmi les préoccupations que suscitent ces accords de paiement indirect, la question des conflits d'intérêts est centrale. Alors que le dispositif juridique impose au conseiller en investissements de divulguer de manière complète et juste de tels conflits et d'expliquer comment il entend les gérer<sup>55</sup>, ce dernier peut ne pas respecter ces impératifs et compromettre ses devoirs fiduciaires. Les accords de paiement indirect au moyen des courtages peuvent, en effet, inciter les conseillers à faire passer leurs intérêts avant ceux de leurs clients en les poussant, notamment, à diriger les opérations vers certains courtiers en échange de biens et de services avantageux pour eux mais pas pour leurs clients. Un autre conflit d'intérêts peut apparaître lorsque la sélection des courtiers est opérée en fonction de ces accords plutôt que par la qualité d'exécution des opérations. C'est au regard de tels comportements, et de leurs conséquences en termes de coûts de transaction élevés associés à une opération de placement, que la SEC met en place un guide. Relevant que les conflits d'intérêts dans lesquels se trouvent les conseillers en investissements sont finalement nombreux<sup>56</sup>, le projet nord-américain contribue à encadrer l'utilisation des commissions de courtages par les conseillers en investissements. Il indique les caractéristiques générales des produits et services qui peuvent être payés au moyen de ces commissions et prescrit les obligations d'information des conseillers en investissements à cet égard.

---

<sup>53</sup> Le courtier verse à un tiers fournisseur de services d'exécution d'ordres ou de recherche, selon les instructions du conseiller en investissements qui en bénéficie, une partie des courtages qu'il facture. Le conseiller en investissements a également la possibilité de financer ses recherches effectuées par ce tiers fournisseur lui-même

<sup>54</sup> Ce contrat, nommé « *brokerage/service arrangement* », est un accord par lequel un courtier s'engage à payer une somme à une entreprise d'investissement en contrepartie de l'engagement de cette dernière de lui confier un certain nombre de transactions à gérer.

<sup>55</sup> *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, spéc. 191, 196 et s. : « *The Investment Advisers Act of 1940 reflects (...) a congressional intent to **eliminate, or at least to expose, all conflicts of interest** which might incline an investment adviser, consciously or unconsciously, to render advice which was not disinterested* ».

<sup>56</sup> En ce sens, la SEC énonce une liste de situations qui se révèle problématique : SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *prés.*, p.24 et s.

Tout d'abord, les devoirs fiduciaires qui pèsent sur le conseiller en investissements lui interdisent la possibilité d'user en toute liberté des commissions de courtage qui constituent, avant tout, des actifs financiers appartenant à son client (l'entreprise d'investissement)<sup>57</sup>. En vertu de leur obligation d'agir dans le meilleur intérêt de leurs clients, les conseillers en investissements ne sauraient profiter d'une situation au détriment de ces derniers à moins qu'ils n'y consentent. Aussi, le conseil d'administration des entreprises d'investissement doit-il s'assurer que l'utilisation des commissions est faite dans le meilleur intérêt des sociétés<sup>58</sup> et interdire (ou limiter) l'usage de celles qui ne répondraient pas à cet objectif<sup>59</sup>. La SEC préconise de procéder à ce contrôle, que la protection de l'article 28(e) du *Securities Exchange Act of 1934* – « *safe harbor* » – s'applique ou non<sup>60</sup>. Dans sa proposition du 30 juillet 2008, l'autorité boursière américaine recommande que les administrateurs reçoivent un certain nombre d'informations concernant l'usage des commissions. Au nombre de ces informations, figurent notamment<sup>61</sup> : la manière dont le montant des recherches demandées a été calculé et la façon dont ces recherches vont être menées ; la description de la procédure pour établir le budget des recherches s'inscrivant dans le « *soft dollar* » ; les justifications avancées par les conseillers en investissements pour intégrer l'utilisation du « *soft dollar* » dans l'article 28(e) ; la partie que représente le « *soft dollar* » relativement au budget total de commissions des conseillers en investissements ; la répartition des produits et services résultant du « *soft dollar* » parmi les clients des conseillers en investissements ; la procédure permettant l'évaluation des résultats ou encore, l'indication de l'utilisation d'un arrangement sur la commission du client.

Ensuite, la responsabilité associée à l'usage de la commission de courtage a fait l'objet d'un aménagement par le Congrès. Le paragraphe (e) de l'article 28 du *Securities Exchange Act of 1934* exonère ainsi les gestionnaires de portefeuille de toute responsabilité pour manquement

---

<sup>57</sup> *Sections 206 (1) and (2) of the Advisers Act*. L'article 206 définit un standard fédéral fiduciaire qui gouverne la conduite des conseillers en investissements.

<sup>58</sup> La SEC fait cette préconisation même si l'obligation d'agir dans le meilleur intérêt de leurs clients impose déjà aux conseillers en investissements de divulguer les conflits d'intérêts qui les opposent à leurs clients (*Transamerica Mortgage Advisors, Inc. v. Lewis*, *préc.*).

<sup>59</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.28.

<sup>60</sup> *Section 28(e) of the Securities Exchange Act* [15 U.S.C. 78bb(e)(1)]. L'autorité financière américaine rappelle qu'une entreprise d'investissement peut aménager contractuellement la portée de cette exonération de responsabilité des conseillers en investissements (SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.25 et s., n°68.).

<sup>61</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.29 et s.

à leurs obligations fiduciaires du seul fait d'avoir versé, à un courtier, un courtage supérieur à celui le plus bas en paiement de services de courtage et de recherche. Cependant, pour se prévaloir d'une telle exonération, les gestionnaires de portefeuille doivent estimer en toute bonne foi que la somme versée correspond raisonnablement à la valeur des services de courtage et de recherche obtenus, et les biens et services reçus doivent répondre aux définitions générales des services de courtage et de recherche prévues au sous-paragraphe (3) du paragraphe précité<sup>62</sup>. L'article 17(e)(1) de l'*Investment Company Act* complète ce dispositif en interdisant aux conseillers en investissements de sociétés qui ont des accords de paiement indirect au moyen de courtages d'investir dans des recherches ou des services en dehors des limites fixées par l'article 28(e) du *Securities Exchange Act of 1934*<sup>63</sup>. Dans son guide sur les obligations des administrateurs des entreprises d'investissement, la SEC rappelle qu'elle a approuvé le 18 juillet 2006 la publication du texte final d'interprétation précisant les conditions d'exonération de responsabilité des conseillers en investissements lorsqu'ils utilisent les commissions de courtage pour acheter les services de courtage et de recherche dans leur gestion du portefeuille de titres<sup>64</sup>. En effet, le texte de 2006 a énoncé des directives sur l'utilisation, par les gestionnaires de portefeuille, des commissions payées par les clients en paiement de services de courtage et de recherche. Complétant cette réglementation, la SEC relève dans sa proposition du 30 juillet 2006 que le conseiller en investissements doit informer le conseil d'administration de l'entreprise d'investissement (qui doit les approuver) des politiques et des procédures instaurées pour s'assurer non seulement que les recherches et les services entrent dans le cadre de l'article 28(e) du *Securities Exchange Act of 1934*, mais encore que le conseiller en investissements ne s'est pas engagé dans une transaction excessive au regard des objectifs de l'entreprise d'investissement. Par ailleurs, le conseiller en investissements doit déterminer si le produit acheté est un instrument approprié pour améliorer la performance de la prise de décision d'investissement. Enfin, la SEC réaffirme comme elle l'avait fait en 2006 qu'il est essentiel que le conseiller en investissements démontre que son estimation a eu lieu en toute bonne foi.

---

<sup>62</sup> 15 U.S.C. 78bb(e)(1).

<sup>63</sup> *Section 17(e)(1) of the Investment Company Act* [15 U.S.C. 80a-17(e)(1)]. Cette disposition prohibe qu'un membre d'une entreprise d'investissement (comme un conseiller en investissements) puisse recevoir une rémunération autre qu'un salaire pour l'achat ou la vente d'un bien appartenant à cette société lorsque le membre agit comme agent de celle-ci. Voir : *U.S. v. Deutsch*, 451 F.2d 98 (2d Circ. 1971).

<sup>64</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding Client Commission Practices Under Section 28(e) of the Securities Exchange Act of 1934 », *Exchange Act Release No. 54165*, 18 juillet 2006 [71 CFR 41978 (24 juillet 2006)].

### **C) Surveillance par le conseil d'administration de la rémunération du conseiller en investissements**

La SEC apporte quelques indications complémentaires à propos de la responsabilité qui incombe aux administrateurs des entreprises d'investissement sur le contrôle qu'ils doivent mener sur la rémunération des conseillers en investissements. Cette obligation s'appuie sur l'article 15(c) de l'*Investment Company Act* qui impose un droit de regard annuel des administrateurs indépendants sur le(s) contrat(s) conclu(s) avec le(s) conseiller(s) en investissements<sup>65</sup>. Dans l'exercice de ce contrôle, les membres du conseil d'administration doivent évaluer un certain nombre d'informations leur permettant de se faire une opinion raisonnable de ce qui doit figurer dans les clauses du contrat conclus avec les conseillers. A ce propos, la jurisprudence nord-américaine a relevé dans sa décision *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.*<sup>66</sup> que les administrateurs devaient prendre en compte l'ensemble des faits et des circonstances entourant la relation entre leur société et le conseiller en investissements, ainsi que les accords de paiement indirect de « *sufficient substance* » qui auraient été éventuellement conclus avec les courtiers<sup>67</sup>. A l'inverse, le conseiller en investissements doit fournir aux administrateurs toutes les informations qui s'avèrent nécessaires pour qu'ils puissent se prononcer<sup>68</sup>.

Constatant la grande variété des pratiques de surveillance exercée par les administrateurs<sup>69</sup>, la SEC apporte des précisions sur la nature des informations à requérir des conseillers en investissements. D'une part, les administrateurs doivent demander leur politique de courtage et la gestion annuelle des accords de paiement indirect. D'autre part, la SEC mentionne que les administrateurs ne doivent pas négliger d'apprécier les clauses du contrat intervenu entre leur entreprise et les conseillers en investissements et, notamment, si l'utilisation de la commission de courtage profite uniquement à la société ou à d'autres clients des conseillers.

### **III – Conclusion : la reconnaissance du rôle actif du conseil d'administration des entreprises d'investissement**

---

<sup>65</sup> 15 U.S.C.80(a)-15(c).

<sup>66</sup> *Gartenberg v. Merrill Lynch Asset Management, Inc.*, 964 F.2d 923 (2d Circ. 1982).

<sup>67</sup> La section 36(b) de l'*Investment Company Act* impose des devoirs fiduciaires aux conseillers en investissements qui reçoivent une rémunération pour leurs services ou un paiement d'une nature importante.

<sup>68</sup> 15 U.S.C.80(a)-15(a)(1).

<sup>69</sup> SEC, « Commission Guidance Regarding the Duties and Responsibilities of Investment Company Boards of Directors with Respect to Investment Adviser Portfolio Trading Practices », *préc.*, p.34.

Le processus de morcellement des fonctions et de spécialisation qu'implique le capitalisme<sup>70</sup> complique l'identification des relations entre les intervenants. La multiplication de ces derniers rend opaque les devoirs et les responsabilités de chacun, notamment, en finance où les acteurs participant à l'activité de placement de titres se révèlent si nombreux<sup>71</sup>.

Après avoir proposé au premier trimestre 2008 une modification du cadre législatif pour renforcer la transparence des pratiques des accords de paiement indirect (« *soft dollars* ») et des conflits d'intérêts dont ils sont la source<sup>72</sup>, la SEC poursuit dans sa volonté de mettre à disposition des clients des conseillers en investissements une information complète et compréhensible<sup>73</sup>. Au travers de son guide du 30 juillet 2008, la SEC entend principalement offrir une solution aux conflits d'intérêts dans lesquels se trouvent les conseillers en investissements quand ils utilisent les commissions de courtage pour acheter des services autres que ceux liés à l'exécution des ordres<sup>74</sup>. L'autorité boursière américaine confirme, par la même, son initiative de 1995 où elle avait proposé que les conseillers en investissements divulguent un rapport annuel à leurs clients sur l'utilisation des commissions et l'existence d'accords de paiement indirect, tout en imposant la fourniture de données quantitatives concernant les commissions payées<sup>75</sup>.

---

<sup>70</sup> F. Braudel, « La dynamique du capitalisme », éditions Flammarion, 2008, *spéc.* p.62 et s.

<sup>71</sup> Pour une vue d'ensemble des intervenants sur la gestion de titres, en France : A. Couret et H. Le Nabasque, *op. cit.*, p.87 et s., n°155 et s. ; au Canada : M. R. Gillen, *op. cit.*, p.423 et s.

<sup>72</sup> SEC, « Amendments to Form ADV », *Investment Advisers Act Release No. 2711*, 3 mars 2008 [73 FR 13958, 14 mars 2008].

<sup>73</sup> Les scandales financiers récents dont le Canada a été le témoin au cours des années 2005 et 2006 en matière de fonds communs de placement (*Norbourg*, *Mount Real*, *Norshield* ou *Triglobal*) rappellent que la problématique de la protection des acteurs de la chaîne de l'investissement doit demeurer un axe prioritaire des autorités réglementaires et régulatrices (en ce sens : D. Johnston and K. D. Rockwell, « Canadian Securities Regulation », Butterworths, 1998, *spéc.* p.2 et s.) pour éviter que la confiance (rouage essentiel des marchés financiers) ne quitte ces acteurs. Pour une synthèse sur ces scandales : « Les récents scandales financiers au Québec en matière de fonds communs de placement », A. Leduc (dir.), Actes de la formation juridique permanente, Vol. 1, éditions Yvon Blais, 2008.

<sup>74</sup> La gestion des conflits d'intérêts demeure centrale pour la SEC, comme l'exprime sa proposition du 30 juillet 2008. Cette préoccupation américaine n'est cependant pas isolée et se retrouve au Canada (voir *supra*) et en France. En ce sens, le Règlement général de l'AMF modifié en 2008 encadre l'obligation de prendre toute mesure raisonnable permettant de détecter les conflits d'intérêts au moment d'une prestation de services d'investissement, de services connexes ou de la gestion d'OPCVM (articles 313-18 et s. du Règlement général de l'AMF).

<sup>75</sup> SEC, « Disclosure by Investment Advisers Regarding Soft Dollar Practices », *Investment Advisers Act Release No. 1469*, 14 février 1995 [60 FR 9750, 21 février 1995].